

宏观点评

2023年5月4日

加息的尾声与美欧央行的下一步

宏观点评 20230504

核心内容：

- **美联储加息 25BP 可能是最后一次，删除了“继续加息仍是合适的”** 5月3日，美联储 FOMC 会议在核心通胀偏高、中小银行问题总体得到控制的背景下于年内第三次加息 25BP，联邦目标基金利率达到 5.00%-5.25%。量化紧缩 (QT) 计划继续执行。本次会议首要的重点是删除了 3 月“进一步的政策紧缩可能依然适宜”的表述，暗示美联储在经济数据不超预期的情况下很可能在 6 月暂停加息，保持观望。尽管银行问题和债务上限问题短期继续发酵，鲍威尔仍强调了“就业最大化和价格稳定”的双重使命，通胀依然是主要矛盾。因此，通胀的走势、劳动市场所代表的经济韧性和金融稳定是决定美联储货币政策转向的主要因素，四季度末的弱衰退和降息在视野之中。
- **通胀、劳动市场与银行业表现支持上半年加息停止和年末的弱衰退与降息** 我们倾向于名义通胀在上半年快速下行，下半年核心通胀展露粘性并阻碍出现多次降息，不宜低估其韧性。劳动市场的走势有两个影响：一方面非农时薪的环比增速暗示下半年核心 CPI 在衰退前仍会在 3.5%-4.3% 的范围运行，另一方面失业率也将在紧缩下出现抬升，美联储在 3 月 SEP 中给出的 4.5% 的失业率在劳动紧张程度模型中也对应着衰退判定。银行业方面，尽管中小银行近期仍可能出现小规模银行破产的案例，短期不会使金融稳定和信贷派生严重恶化，但在中期将从四个方面促使美联储更早降息。综合以上判断，我们维持美联储 5 月后停止加息，四季度末美国经济满足 NBER 衰退判定条件并引发降息的假设。市场对于美联储 2023 年二季度后出现降息的乐观预期需要警惕，同时美国弱衰退、金融稳定和债务问题形成的压力可能在 2024 年导致较大幅度的连续降息。
- **欧央行在经济触底和通胀居高的情况下 6、7 月份仍可能加息 25BP** 欧央行于 5 月放缓加息至 25BP，欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.75%、3.25% 和 4.00%。同时，缩表继续并将在 7 月份加码。从经济和劳动市场数据考虑，二季度并没有制约欧央行加息的因素。官员们认为欧元区银行与出现问题的美国银行（具有区域性、中型、高利率风险的特征）不同，流动性、资本水平和资产质量都更好，所以金融稳定也暂不限制加息。核心 HICP 虽然略有放缓但压力依然巨大。考虑到欧元区能源的高基数、制造业增加商品供给以及紧缩的效应，欧元区核心通胀未来可能出现缓慢下行的迹象，QT 加强带来也可以减轻更多次加息的必要，这有利于加息在夏季停止。不过不仅 6 月加息 25BP 概率较高，7 月在核心通胀大概率明显高于政策利率的情况下也很可能继续加息，仍需要对核心通胀和结构的变化保持观察。
- **欧央行对 APP 的量化紧缩 7 月加码，利于加息在夏季停止** 欧央行 3、4 月份对 APP 的缩减规模基本完全符合计划。本次会议的一个重要变化是欧央行将扩大量化紧缩的规模，从 7 月开始停止 APP 所有到期在投资。根据欧央行的数据，下半年 APP 到期资产规模约 1487 亿欧元，也即下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元，比现计划增加 100 亿欧元/月。目前 QT 操作短期对流动性影响有限，而此前的 QT 也已经被市场较好的吸收，并未引发金融动荡。我们倾向于 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号，也可以理解为加息的辅助工具，这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要，欧央行的加息进程的尾声也

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

主要风险：通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机

开始若隐若现。

- **关于美国资产的判断和三个值得注意的风险** 从美联储加息即将停止和年内可能降息的角度来看，美债收益率和美元在 2023 年保持下行的方向，但二季度可能更多以震荡为主。首先，市场仍计入了过多过早的降息预期，这种由银行问题和经济下行趋势刺激的预期目前并不符合美国经济现实，这是可能导致美债收益率和美元回升的理由。另一方面，美国核心通胀和工资数据仍然存在相当的韧性，尽管缓慢下行的可能较高，但上半年个别月份超预期的可能也是造成震荡的理由。美元方面，尽管美欧和美英利差、美国债务扩张和经济增速差等在年内支持美元继续下行，但缩表仍可以提供一定支撑，且欧央行短期比美联储更鹰的事实也被市场定价，存在预期波动下调整的可能。因此我们预测二季度十年美债收益率在 3.4%-3.5% 左右，美元指数均值仍维持在 100 上方。美股方面，从历史经验来看加息的暂停构成短期利好，但衰退通常会带来更大幅度的下跌。需要注意到美股（标普）盈利预期的下调还未结束，18 倍左右的 PE 并不算低，在美股盈利预期触底前需要谨慎。总体上，美元和美债暂时比美股确定性更好。同时，仍然需要警惕三类风险：（1）美国债务上限问题；（2）美国小银行现金水平再次下降，存贷比也远不如大银行，因此其压缩贷款，特别是商业地产贷款的可能更大。（3）欧央行不仅将在 7 月加码 QT，长期在融资计划（TLTRO）的自愿还款也会加大银行资金成本，需要保持观察。

一、美联储：加息可能是最后一次，年末首次降息概率不低

5月3日，美联储FOMC会议在核心通胀偏高、中小银行问题总体得到控制的背景下于年内第三次加息25BP，联邦目标基金利率达到5.00%-5.25%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月（4月由于MBS到期量较多，预计实际缩减799亿美元）。本次会议首要的重点是删除了3月“进一步的政策紧缩可能依然适宜”的表述，暗示美联储在经济数据不超预期的情况下很可能在6月暂停加息，保持观望。尽管银行问题和债务上限问题短期继续发酵，鲍威尔仍强调了“就业最大化和价格稳定”的双重使命，通胀依然是主要矛盾。因此，**通胀的走势、劳动市场所代表的经济韧性和金融稳定是决定美联储货币政策转向的主要因素，四季度末的衰退和降息在视野之中。**

（一）值得关注的表述：加息停止的暗号与进入视野的衰退

（1）本次会议延续了谨慎而模糊的基调，增量信息并不多，最主要的变动即在3月将“继续加息仍是合适的”这一坚定表述温和化后，在5月直接删除了相关说法。鲍威尔强调了变化，并同时提到了美联储工作人员关于弱衰退的假设，这基本表明在近期通胀数据不大超预期的情况下，6月美联储将暂定加息并保持观望。（2）在银行问题上，虽然第一共和已经倒下且个别中小银行岌岌可危，美联储并未调整“银行系统健康有韧性、资本和流动性充足的表述”，并紧随其后强调了双重使命，这意味着在通胀、就业和金融稳定的政策框架中，银行的潜在问题仍是次要的。信贷派生在4月份的边际恢复也意味着短期银行系统不会快速冲击经济，较早引发衰退。（3）当记者问及美联储是否排除市场目前预期的年末降息可能时，鲍威尔的表态非常模糊，叠加美联储工作人员也已经将年末弱衰退作为基准预测，我们倾向于SEP的终端利率跟随经济数据的恶化和通胀的下行而调整，因此年末首次降息概率并不低。

图 1：美联储 FOMC 主要观点变化

	2023-02 FOMC会议重点	2023-03 FOMC会议重点	2023-05 FOMC会议重点
经济和就业状况	1. 美国经济相较于2021年显著放缓，近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费扩张速度放缓，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资；预计受抑制的经济增长将持续 2. 劳动市场十分紧张，新增就业有所加快，但名义工资出现缓和迹象；职位空缺率依然很高，劳动需求超出供给 3. 银行业问题：历史表明独立的银行问题如果没有得到及时处理，也会影响对健康银行的信心并阻碍重要的信贷派生；美联储、财政部和FDIC的果断行动显示了所有存款和银行系统都是安全的，并有BTFP和贴现窗口持续提供流动性；银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。美联储将继续紧密监控银行情况并随时准备利用各种（货币）工具保证银行的健康。过去两周的银行问题很可能导致家庭和企业信用条件的收紧	1. 美国经济在过去一年显著放缓，消费支出在本季度加快，但部分是由于天气原因；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资；预计受抑制的经济增长将持续 2. 劳动市场十分紧张，新增就业有所加快，但名义工资出现缓和迹象；职位空缺率依然很高，劳动需求超出供给 3. 银行业问题：历史表明独立的银行问题如果没有得到及时处理，也会影响对健康银行的信心并阻碍重要的信贷派生；美联储、财政部和FDIC的果断行动显示了所有存款和银行系统都是安全的，并有BTFP和贴现窗口持续提供流动性；银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。美联储将继续紧密监控银行情况并随时准备利用各种（货币）工具保证银行的健康。过去两周的银行问题很可能导致家庭和企业信用条件的收紧	1. 美国经济在过去一年显著放缓，一季度经济增长温和，尽管消费支出在本季度加快；房地产部门活动由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。美联储员工目前预测认为温和衰退是本轮紧缩最可能导致的情况。 2. 劳动市场十分紧张，新增就业有所加快；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象；职位空缺率依然很高，劳动需求超出供给 3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。美联储将继续紧密监控银行情况并从本次事件中吸取经验并防止再犯。信用条件已经因为政策紧缩而收紧，但银行系统3月份后面临的压力将导致家庭和企业面对更紧的信用条件。紧信用条件将拖累经济活动、住房和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。
通胀	1. 通胀处于高位，过去三个月的通胀数据反映了通胀增速放缓的好消息，但证明通胀在持续下行的道路上还需要更充足的证据 2. 货币紧缩对通胀的影响需要时间显现，“俄乌冲突造成能源食品涨价压力”被剔除 3. 长期通胀预期控制较好	1. 通胀处于高位，从去年年中起有所缓和，但最近的读数显示通胀压力持续较高 2. 长期通胀预期控制较好 3. 通胀回到2%的目标还有很长的路，且很可能是翻倍的	1. 在关于银行问题表述后，强调货币政策的重点仍是就业最大化和价格稳定 2. 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路 3. 长期通胀预期控制较好
货币政策	1. 联邦基金利率增加25BP至4.50%-4.75%（全体票委同意） 2. 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化，继续加息仍是合适的 3. 放缓加息速度有利于委员会在未来提高利率时更好的评估经济向我们目标靠拢的进程 4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）	1. 联邦基金利率增加25BP至4.75%-5.00%（全体票委同意） 2. 在银行问题对信用条件的影响下，将“继续加息仍是合适的”替换为“进一步的政策紧缩可能依然适宜” 3. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 4. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）	1. 联邦基金利率增加25BP至5.00%-5.25%（全体票委同意） 2. 在银行问题对信用条件的影响下，删除“进一步的政策紧缩可能依然适宜”的表述 3. 量化紧缩按照之前公布的计划进行 4. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

(二) 通胀、劳动市场与银行业将走向何方？

我们倾向于名义通胀在上半年快速下行，下半年核心通胀展露粘性并阻碍出现多次降息，不宜低估其韧性。劳动市场的走势则有两个影响：一方面非农时薪的环比增速目前意味着下半年核心 CPI 在衰退前仍会在 3.5%-4.3% 的范围运行，另一方面失业率也将在紧缩下出现抬升，美联储在 3 月 SEP 中给出的 4.5% 的失业率在劳动紧张程度模型中也对应着衰退判定。银行业方面，尽管中小银行近期仍可能出现小规模银行破产的案例，短期不会使金融稳定和信贷派生严重恶化，但在中期将从四个方面促使美联储更早降息。综合以上判断，我们维持美联储 5 月后停止加息，四季度末美国经济满足 NBER 衰退判定条件并引发降息的假设。市场对于美联储 2023 年二季度后出现降息的乐观预期需要警惕，同时美国弱衰退、金融稳定和债务问题形成的压力可能在 2024 年导致较大幅度的连续降息。

图 2：经济同步指标不阻碍 2024 年更大幅度的降息 (%) 图 3：SEP 的失业率继续暗示衰退可能

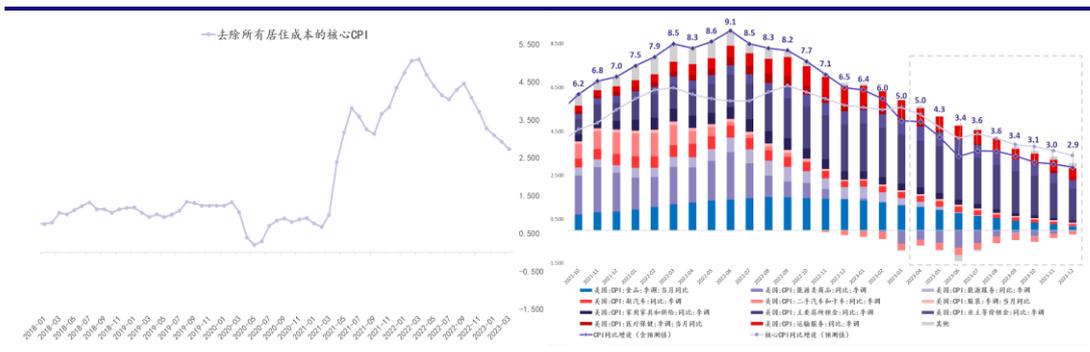


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

价格稳定方面，名义通胀在 2023 上半年在基数效应下快速下行的概率较高，下半年核心通胀在衰退前仍会保持 3.5% 以上。通胀在 2023 上半年较为确定的回落主要来自于能源及部分商品在高基数下陷入通缩，食品和核心服务整体处于缓慢放缓中，而居住成本由于统计方式滞后不易在上半年回落。同时，随着能源和商品通缩的动力在下半年减缓，居住成本和核心服务的韧性将逐渐显现，核心通胀将高于名义通胀，阻止 CPI 向 3% 以下靠拢，也显示短期 2% 的通胀目标难以达成。我们下图展示的是在四季度衰退假设下乐观的通胀下行路径，如果美国经济韧性导致衰退更晚到来，那么名义 CPI 仍将保持在 3.3%-3.5% 左右。

图 4：通胀的缓和趋势继续，但警惕个别月份的反弹 (%) 图 5：CPI 拆分和乐观情形下的预测增速 (%)



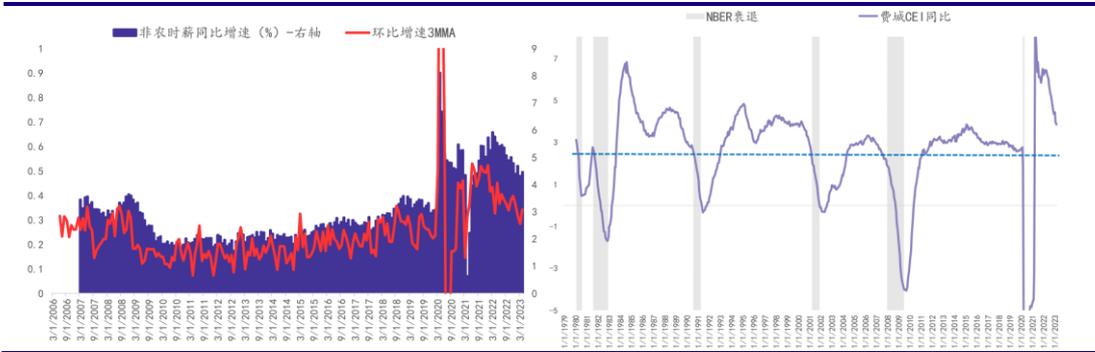
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

劳动市场方面, 尽管工资展现出缓和趋势, 新增就业和失业率离衰退状态较远, 这将有两方面影响。(1) 工资的环比增速缓慢靠近疫情前水平, 对核心服务通胀的压力略有降低, 非农时薪同比增速年末应降至 3.6%左右, 对应核心 CPI 3.5%-4.0%的范围。鲍威尔在答记者问中表示 3%的工资增速与长期通胀目标较为匹配, 这可以作为参考指标。职位空缺率也有降低, 贝弗里奇曲线近期出现下降的趋势, 这不仅意味着劳动紧张的缓解, 也增加了失业率上升和年内衰退导致温和降息的可能。(2) 从同步指标 CEI 看, 目前阻碍衰退的主要因素即实际可支配收入和新增就业; 随着收入缓慢下降、经济运行在高利率下继续放缓, 年末的衰退仍有可能, 失业率和服务业新增就业的变化是判定衰退的重要观察点。

图 6: 时薪增速正缓慢缓和 (%)

图 7: 劳动市场是阻碍衰退判定的主要动力



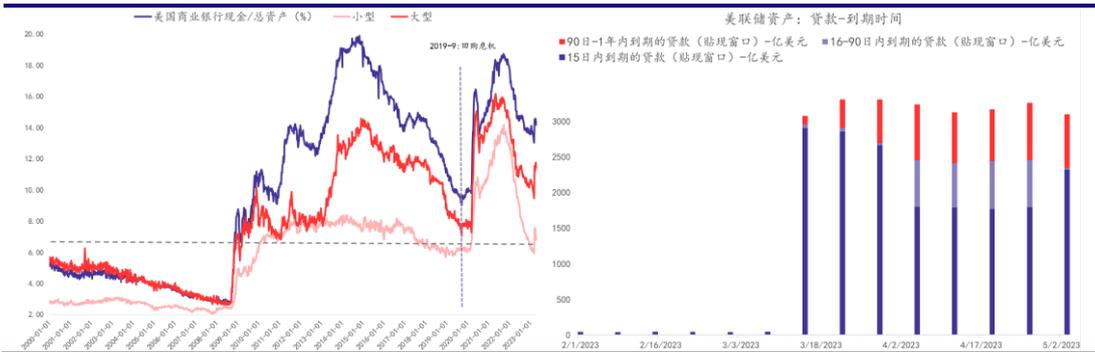
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

金融稳定方面, 银行业整体状况依然安全, 但小银行破产以及其商业地产信贷所衍生的风险值得关注。短期, 这些风险不会引发降息, 但中期来看银行业面临四方面问题: (1) 美联储通过贴现窗口提供的流动性多在三个月以内到期, 且借款成本是高昂的联邦基金利率 (本次加息后利率高达 5.25%), 这意味着银行无法在长期依赖美联储补充现金。(2) 美国存款利率在疫情时期流动性过剩的背景下依然处于 0.37% 的低位, 无法进一步吸引储户的现金。(3) 美联储坚持通过量化紧缩 (QT) 进行缩表, 在大量货币基金可以在 ONRRP 中享受高利率的情况下, 新发国债也需要通过消耗银行现金来承接。(4) 高利率使得银行在本轮加息周期前购买的国债继续维持浮亏, 无法缓解银行资产端压力。以上因素在美联储暂停 QT 或者释放降息信号前都将使银行现金情况进一步恶化, 中小银行在长期依然受困于流动性问题。因此, 银行业为金融稳定带来的不确定性也是支持美联储年末降息的理由。

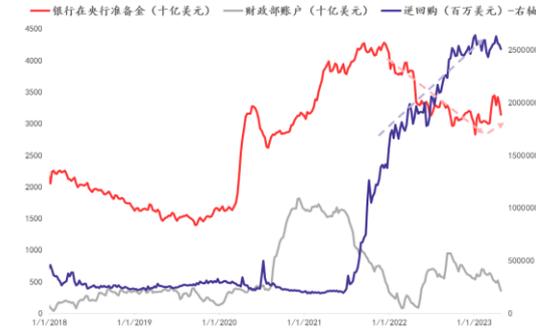
图 8: 小银行现金资产再次接近危险水平, 大银行安全

图 9: 美联储短期贷款成本高昂, 借款银行难以长期支撑



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 10: QT 消耗银行准备金, 中长期也是压力



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 11: 小银行更高的存贷比之下, 商业地产信贷收缩风险要警惕

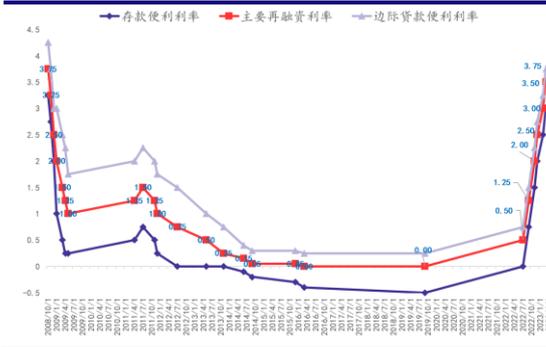


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

二、欧央行: 核心通胀过高, QT 也将加码, 短期比美联储更鹰

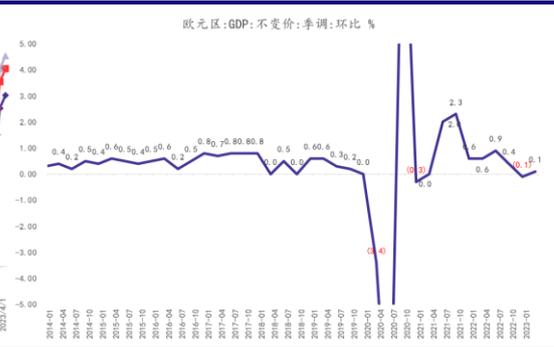
欧央行于 5 月放缓加息至 25BP, 欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.75%、3.25%和 4.00%。同时, 相对谨慎的缩表继续: 从 3 月至 6 月, 通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划 (APP), 月均 150 亿欧元, 7 月后预计停止 APP 的到期再投资; 疫情紧急购买计划 (PEPP) 将至少持续至 2024 年末。尽管瑞士信贷危机也将金融稳定送入了欧央行的视野, 但欧元区的核心通胀似乎比美国更顽固, 依然是欧央行的心头大患, 因此 6 月份加息 25BP 悬念不大, 但 7 月份是否继续加息还需对通胀和经济增长保持观察。在南欧国家国债收益率已处高位、名义 CPI 开始回落的情况下, 欧央行的加息仍有望在夏季结束。短期, 欧央行继续比美联储更鹰。

图 12: 欧元区利率达到 2008 年 10 月以来最高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 欧元区经济可能开始缓慢而微弱的上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(一) 欧元区经济增长温和, 但核心通胀居高不下, 6、7 月均可能继续加息

3 月会议时, 欧央行就认为欧元区需求正从低谷缓慢恢复, 并将 2023 年预期 GDP 增速从 0.5%上调至 1%; IMF 的展望将欧元区 GDP 增速从 2023 年 1 月的 0.7%小幅上调至 0.8%, 也认同了欧元区艰难复苏的路径。一季度欧元区经济环比增长 0.1%, 同比 1.3%; 拉加德表示消费需求可能继续保持弱势, 制造业正在处理积压订单但前景可能恶化, 服务业增长更强。劳

动市场较强的背景下，失业率创下 6.5% 的新低，同时新的工资协定可能增加通胀上行的风险。从各国一季度的表现来看，德国录得零增长，爱尔兰和奥地利录得负增长，其他公布数据国家基本均回到正增长，这也支持欧元区经济已经位于底部并可能缓慢爬升的状态。至少从经济和劳动市场数据考虑，二季度并没有制约欧央行加息的因素。官员们认为欧元区银行与出现问题的美国银行（具有区域性、中型、高利率风险的特征）不同，流动性、资本水平和资产质量都更好，所以金融稳定也暂不限制加息。

图 14：失业率创下历史新低

图 15：消费信心有一定恢复，服务消费韧性更好



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16：欧元区各国增长情况 (%)

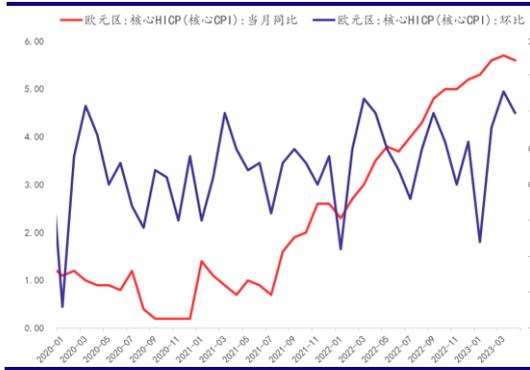
	Percentage change compared with the previous quarter				Percentage change compared with the same quarter of the previous year			
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Euro area 20	0.9	0.4	0.0	0.1	4.4	2.5	1.8	1.3
Euro area 19	0.9	0.4	-0.1	0.1	4.4	2.5	1.8	1.3
EU	0.7	0.4	-0.1	0.3	4.4	2.6	1.7	1.3
Belgium	0.5	0.3	0.1	0.4	4.1	2.1	1.5	1.3
Czechia	0.3	-0.3	-0.4	c	3.5	1.5	0.3	c
Germany	-0.1	0.5	-0.5	0.0	1.7	1.4	0.8	-0.1
Ireland	2.3	2.8	0.3	-2.7	12.3	11.3	13.1	2.6
Spain	2.5	0.4	0.4	0.5	7.7	4.8	2.9	3.8
France	0.5	0.1	0.0	0.2	4.2	1.0	0.4	0.8
Italy	1.1	0.4	-0.1	0.5	5.1	2.5	1.4	1.8
Latvia	-0.2	-1.2	1.2	0.5	3.3	0.8	1.2	0.3
Lithuania	-0.7	0.7	-0.5	c	2.2	1.4	-0.4	c
Austria	2.1	0.1	0.0	-0.3	6.5	2.2	3.0	1.8
Portugal	0.2	0.3	0.3	1.6	7.4	4.8	3.2	2.5
Sweden**	0.3	0.4	-0.4	0.2	3.9	2.7	-0.2	0.3

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

因此，欧央行货币政策仍密切关注价格稳定。4 月欧元区 HICP 同比增速小幅回升至 7%，环比 0.7%；核心 HICP 同比略放缓至 5.6%，环比仍有 1%，服务部分同比从 5.1% 上升至 5.2%。从结构上来看，尽管能源部分放缓，供给瓶颈导致部分商品价格依然保持较高增速，服务业价格还有小幅加快，因此通胀风险依然较高，迫使欧央行继续加息。不过，核心通胀略有降低的趋势仍是偏积极的信号，欧央行放缓加息至 25BP 也反映出其至少认可名义通胀整体下行的趋势。考虑到欧元区能源的高基数、制造业增加商品供给以及紧缩的效应，欧元区核心通胀未来可能出现缓慢下行的迹象，QT 加强带来也可以减轻更多次加息的必要，这有利于加息

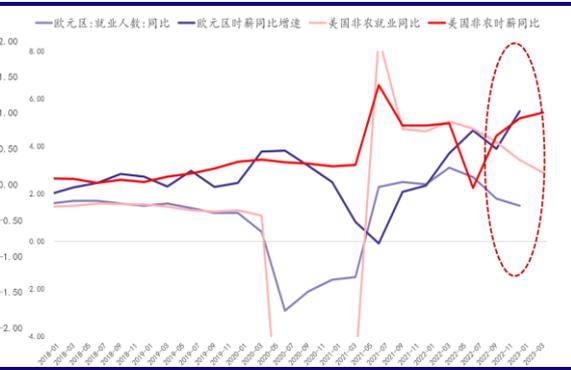
在夏季停止。不过不仅 6 月加息 25BP 概率较高, 7 月在核心通胀大概率高于政策利率的情况下也很可能继续加息, 仍需要对核心通胀和结构的变化保持观察。

图 17: 核心 HICP 依然居高不下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 工资增速可能继续对通胀构成压力

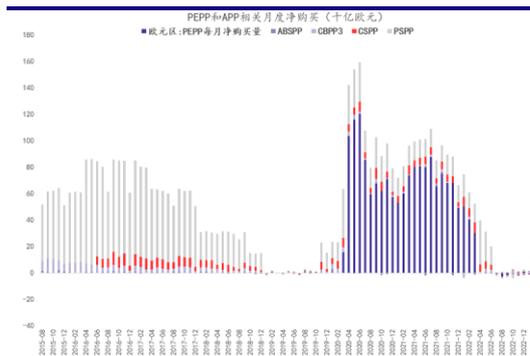


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 欧央行 QT 力度 7 月可能进一步加码

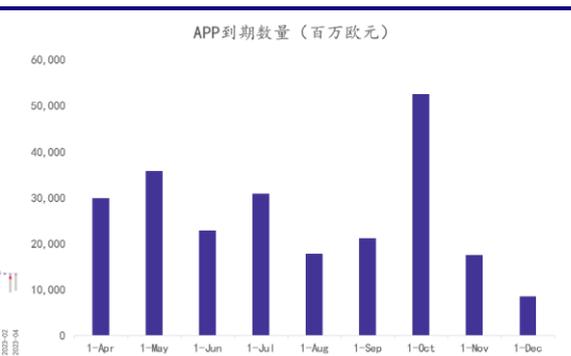
欧央行 3、4 月份对 APP 的缩减规模基本完全符合计划, 3 月净购买降低 146 亿欧元, 4 月为 155 亿欧元。本次会议的一个重要变化是欧央行将扩大量化紧缩的规模, 从 7 月开始停止 APP 所有到期在投资。根据欧央行的数据, 下半年 APP 到期资产规模约 1487 亿欧元, 也即下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元, 比现计划增加 100 亿欧元/月¹。拉加德表示以 APP 目前庞大的资产规模, 以 QT 方式彻底消化大约要 12-15 年时间, 这说明 QT 操作短期对流动性影响有限, 而此前的 QT 也已经被市场较好的吸收, 并未引发金融动荡。从南欧国债的收益率观察, 缩表开始后其变动幅度相对温和, 主要波动是收到了瑞银危机短暂影响, 现在已经平复。我们认为 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号, 也可以理解为加息的辅助工具, 这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要, 欧央行的加息进程的尾声也开始若隐若现。

图 19: 核心 HICP 依然居高不下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: APP 在 2023 年的到期数量意味着 QT 将加码



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

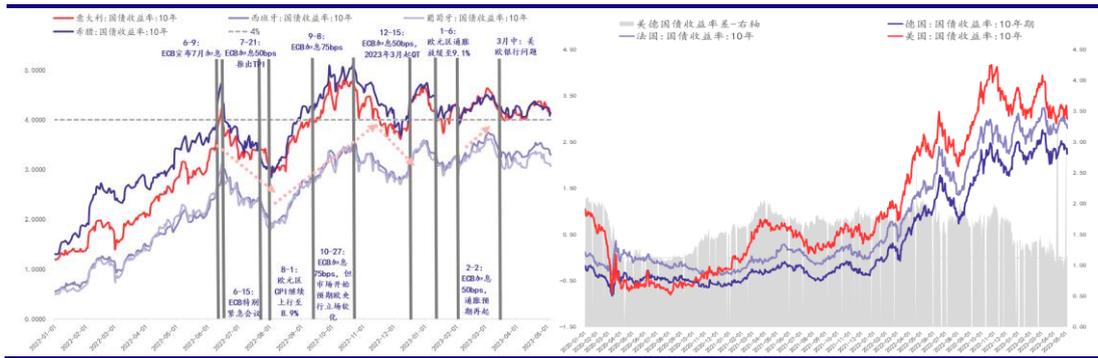
图 21: 南欧国债收益率保持相对稳定



¹ [Asset purchase programmes \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/asset-purchase-programmes)

图 22: 美欧利差未来可能继续收缩





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、资产表现和值得注意的风险

从美联储加息即将停止和年内可能降息的角度来看，美债收益率和美元在 2023 年保持下行的方向，但二季度可能更多以震荡为主。首先，市场仍计入了过多过早的降息预期，这种由银行问题和经济下行趋势刺激的预期目前并不符合美国经济现实，这是可能导致美债收益率和美元回升的理由。另一方面，美国核心通胀和工资数据仍然存在相当的韧性，尽管缓慢下行的可能较高，但上半年个别月份超预期的可能也是造成震荡的理由。美元方面，尽管美欧和美英利差、美国债务扩张和经济增速差等在年内支持美元继续下行，但缩表仍可以提供一定支撑，且欧央行短期比美联储更鹰的事实也被市场定价，存在预期波动下调整的可能。因此我们预测二季度十年美债收益率在 3.4%-3.5% 左右，美元指数均值仍维持在 100 上方。美股方面，从历史经验来看加息的暂停构成短期利好，但衰退通常会带来更大幅度的下跌。需要注意到（1）美股（标普）盈利预期的下调还未结束；（2）18 倍左右的 PE 并不算低，在美股盈利预期触底前需要谨慎。总体上，美元和美债暂时比美股确定性更好。

同时，仍然需要警惕三类风险：（1）美国债务上限问题没有得到根本性解决，虽然按历史先例，如果不能大幅提高债务上限一般也会暂停上限或小幅增加上限以获取更多两党谈判的时间，但要注意美国债务违约的黑天鹅对美国货币政策的影响（鲍威尔暂时表态不会干预债务上限问题，但债务违约引发的金融动荡可能导致政策转向）。（2）美国商业银行信贷派生并未继续恶化，但是小银行现金水平再次下降，存贷比也远不如大银行，因此其压缩贷款，特别是商业地产贷款的可能更大。（3）欧央行不仅将在 7 月加码 QT，长期在融资计划（TLTRO）的自愿还款也会加大银行资金成本，需要保持观察。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn